

わが国における利益訂正の現状と課題

奥村 雅史

要 旨

2004 年以降における内部統制の整備や監査の厳格化などの流れの中で、上場企業の財務諸表の訂正が増加し、その中でも利益情報の訂正が著しく増加した。本稿では、筆者による調査研究に基づいて、急増した利益訂正の実態を概観したうえで、株式市場への影響、企業ガバナンスとの関係に関する分析結果をまとめ、最後に、利益訂正の予測をすることの意義と可能性を検討したうえで、将来の課題について説明する。

1. はじめに

Akerlof [1970] によれば、市場が適切に機能するためには取引対象である商品に関する適切な情報が買い手に提供される必要がある。このことは、資本市場が適切に機能するためには、市場参加者である投資者に対して、投資対象である証券に関する必要な情報が適切に提供されるべきであることを意味する。証券に関連した情報は様々であるが、財務諸表を中心とする会計情報は、貨幣的測定を通じて企業活動を広範に捕捉し、かつ、投資決定に関連性の高い集約情報である利益や純資産等に関する情報を提供している。さらに、公表される財務諸表は、独立した外部監査人によって会計ルールに照らして監査されるため、高い信頼性が付与されている。このように、公表される財務諸表は、重要な情報を提供するとともに信頼性付与の仕組みが機能することによって、その有用性が確保されているため、多様な企業情報の中でも中核的な存在となっている。

このような財務諸表は、経営者と投資者の間に存在する情報の非対称性を緩和する役割を有している。一般に、経営者は自らが経営する企業について投資者より豊富な情報を有している。経営者に比して情報劣位にある投資者は、財務諸表を受け取ることによって投資対象である企業の将来における収益性やリスクに関する期待を適切に形成あるいは改訂することができ、ひいては自らにとって最も望ましい投資決定を実行することができる。このようにして、資本市場の価格形成に会計情報が反映されることによって、資本市場はより効率的な資金配分を達成することができる。

財務諸表は投資者の意思決定に利用されるが、それと同時に、投資者が財務諸表を利用し

て意思決定するということが、逆に経営者における会計上の意思決定に影響を与える可能性がある。なぜなら、経営者は、市場に対して情報を提供すると、その情報に対して市場が反応することを知っているからである。もしそうであるなら、経営者はそもそも市場の反応を考慮しながら財務諸表を提供していると考えられる。

財務諸表を開示することによって自らの企業が投資者に魅力的であることをアピールできる企業の経営者は、財務諸表を資本市場に提供することによって、当該情報を提供しなければ負担することになる追加的な資本コストを回避できるため、開示に積極であろうと考えられる。しかし、財務諸表を提供することが企業にとって不利に働く場合はどうであろうか。たとえば、業績低迷が企業の存続にかかわっている場合や資金調達前に十分な利益が計上されず株式等が低く評価されてしまう場合などである。このような場合には、会計ルールの範囲内で会計上の裁量を行使しながら会計数値を操作したり、研究開発費や広告宣伝費などを削減することによって利益を確保したり、さらには、会計ルールを逸脱した会計処理を行う可能性もある。これらの対応のいずれが情報の非対称性を緩和しないものであるか、あるいは、投資者の意思決定を誤らせるものであるかは先験的に判断できないが、過去の経験が教えるように、一定の意図のもとで会計ルールを逸脱した会計処理を行うケース、すなわち、意図的な虚偽記載があった場合においては、しばしば投資者が誤った意思決定をした結果、多額の損害を被るケースがある。

会計ルールから逸脱した財務諸表が市場に提供されるケースとして、意図的な逸脱のほかには会計を実行する企業自身の能力が劣っている場合もある。たとえば、財務担当取締役や会計責任者における会計上の専門知識が不足していたり、会計システム自体が劣っていたりする場合などがこれに当たる。このような意図的でない虚偽記載を含んだ財務諸表が提供される場合にも、意図的でない虚偽記載の場合と同様に情報の非対称性は緩和されないであろう。

以上のように、意図的な、あるいは意図的でない虚偽記載が財務諸表に含まれる場合には、経営者と投資者の間の情報の非対称性が緩和されず、これを利用する投資者は誤った意思決定をする可能性がある。このように、企業による現実の会計実践が財務諸表によって情報の非対称性が解消される程度に影響する。

財務諸表は、複数の主体（経営者、会計担当者、外部監査人など）がこれに係わることによって資本市場に提供される。従業員は発生した経済事象を把握し、これを社内の経理担当者に伝達し、経理担当者は会計ルールに則って財務諸表を作成する。経営者は財務諸表を経営管理上の重要な情報として利用するとともに開示情報としての妥当性を判断する。そして、最終的に財務諸表は外部の第三者による監査の完了を待って公表されることになる。多くの企業においては、このようなプロセスは適正に行われていると推測されるが、常に適正であるとは考えることはできない。経済事象の把握から財務諸表の公表に至るプロセスのいずれかの部分において機能が適切に働かず、結果として、財務諸表に重要な虚偽記載が含まれ

るケースが存在するからである。そのようなケースにおいて、財務諸表に虚偽記載があることが開示後に明らかになった場合に、当該虚偽記載は訂正されることになる。

筆者は、わが国において生じている公表済み財務諸表の訂正の実態を広く調査し、株式市場への影響や企業ガバナンスとの関係を分析してきた。本稿では、これまでの調査・分析結果から、とくに、投資者にとって重要な情報である利益情報における訂正に関して、その実態と分析結果を概観する。そのうえで、利益訂正を予測することの意義を説明するとともに、予測モデルの構築に関して、発生項目額情報と企業ガバナンス情報の利用可能性について検討する。そして、最後に、利益訂正研究に関する今後の課題についてまとめる。

2. 近年における利益訂正の急増

わが国においては、2004 年以降、公表済みの財務諸表が訂正される事例が急増した。2004 年における西武鉄道やカネボウにおける有価証券報告書の虚偽記載の発覚を契機に進められた、多様な主体によるディスクロージャーの信頼性確保のための対応がこのような事態を引き起こしたと考えられる。その中でも、監査法人による外部監査が厳格になったこと⁽¹⁾、金融庁による課徴金制度の導入、さらに、内部統制報告制度の導入にともなう内部統制の強化はとくに影響が強かったものと推測される。わが国における財務諸表の訂正のこのような急増は、2000 年代初頭に起きたエンロン事件やワールドコム事件などの巨額な会計不正を契機に、財務諸表の修正再表示（restatement）が急増した米国の状況と似通っている。図表 1 は、この期間におけるディスクロージャーの信頼性確保のための主な動きまとめたものである。

⁽¹⁾ 大手監査法人に所属する公認会計士へのインタビューによる。

図表 1 ディスクロージャーの信頼性確保のための主な動き

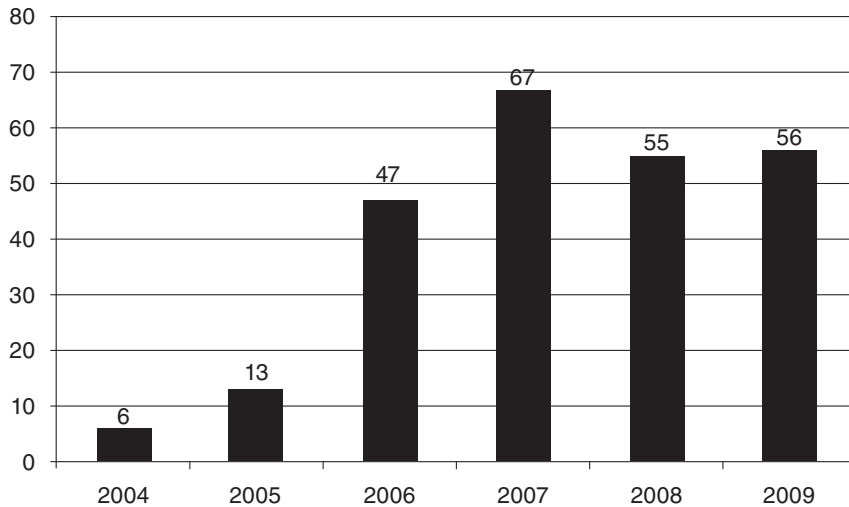
| 年 月 | 内 容 |
|-------------|--|
| 2004 年 10 月 | (西武鉄道事件発覚) |
| 2004 年 11 月 | 金融庁「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けた対応について」において、金融庁は有価証券報告書の自主点検を指示 |
| 2004 年 12 月 | 金融庁「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けた対応（第二弾）について」 |
| 2005 年 1 月 | 企業会計審議会が内部統制に関する審議を開始 東京証券取引所が「適時開示に係る宣誓書」および「有価証券報告書等の適正性に関する確認書」の提出を義務付け |
| 2005 年 3 月 | 日本公認会計士協会「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて（監査人の厳正な対応等について）」 |
| 2005 年 4 月 | (カネボウ事件発覚) |
| 2005 年 7 月 | 東京証券取引所「適時開示体制の整備の手引きと宣誓書の記載上の留意点」を公表 |
| 2005 年 7 月 | 企業会計審議会「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準（公開草案）の公表について」 「監査基準及び中間監査基準の改訂並びに監査に関する品質管理基準の設定について（公開草案）」 |
| 2005 年 10 月 | 企業会計審議会「監査基準及び中間監査基準の改訂に関する意見書並びに監査に関する品質管理基準の設定に係る意見書」 |
| 2005 年 11 月 | 東京証券取引所「会社情報等に対する信頼向上のための上場制度の見直しについて」 |
| 2005 年 12 月 | 企業会計審議会「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準のあり方について」 |
| 2006 年 1 月 | (ライブドア事件発覚) |
| 2006 年 10 月 | 東京証券取引所による改善報告書の点検制度ならびに注意喚起制度の新設 |
| 2006 年 11 月 | 企業会計審議会「財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準（公開草案）」 |
| 2006 年 12 月 | 金融審議会公認会計士制度部会、「公認会計士・監査法人制度の充実・強化について」を公表 |
| 2007 年 2 月 | 企業会計審議会「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準並びに財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準の設定について（意見書）」 |
| 2007 年 6 月 | 「公認会計士法」改正（公認会計士・監査法人に対する課徴金納付命令の創設） |
| 2008 年 4 月 | 内部統制報告制度の適用開始 |

奥村（2013b）では、わが国における財務諸表の訂正の状況を調査するために、訂正が急増した期間を含む 2004 年から 2009 年を調査期間として全国の上場企業の決算短信における財務諸表の訂正情報 3,335 件を抽出し、その特徴を検討した。そこでは、財務諸表の訂正件数は、2004 年の 277 件から 2007 年の 766 件におよそ 2.8 倍増加しており、米国と比較して時期的には遅れているが、同様にその発生件数が急増していることが確認された。その後、内部統制報告制度の実施年度である 2008 年には訂正件数が 614 件に 20% 程度減少したものの 2009 年は前年と同様の水準で推移したことが観察された。2007 年までの急増と 2008 年における 20% 程度の減少は、内部統制報告制度への準備のための対応期間（2007 年まで）および実施時期（2008 年）に対応しており、西武鉄道事件やカネボウ事件後の会計情報の信頼性確保のための諸施策の中でも内部統制の改善・強化が訂正件数に大きい影響を与えた可能性が高いことを示唆していると思われる。

さらに、奥村（2013b）では財務諸表の訂正 3,335 件の中から当期純利益の訂正情報 244

件について詳細に分析した。そこでは、財務諸表の訂正件数が2004年から2007年に約2.8倍増加したのと比較して、利益情報の訂正件数は同期間に6件から67件に約11倍増加しており、財務諸表全体の訂正件数をはるかに上回るペースで増加したことが確認された（図表2参照）。財務諸表の訂正と比較して利益訂正の件数の急増がとくに顕著であることは、公表済の利益情報に関する企業および監査人の態度、たとえば、保守性や開示に関する責任の捉え方が変化したことを示唆している可能性がある。なお、内部統制報告書制度の実施後（2008年）における利益訂正件数の減少は、財務諸表の訂正と同様に約20%程度であるため、結果として、調査期間当初と比較して財務諸表の訂正全体に占める利益訂正の割合が上昇したこと、すなわち、従来よりも財務諸表の訂正情報において利益が訂正される頻度が高くなったことがわかる。

図表2 利益訂正件数の推移



出所：奥村 [2013b] より転載

また、利益訂正に関する詳細な分析から、売上高の訂正が全体の3分の1程度を占め、さらに、経常利益の訂正は全体の7割程度を占めており、持続性の高い損益の訂正が利益訂正の多くを占めていたことがわかった。持続性が高い利益における訂正は、将来収益の予測の長期的な改訂を招くため、投資者による企業価値の評価に強く影響する訂正が発生していることを示唆するものである。また、減額訂正の件数が全体の7割程度を占めており、このことは、監査上の判断が保守化したことあるいは企業自体がそもそも積極的に利益を計上していたことを意味している。その他の発見事項としては、開示資料から利益訂正に至った潜在的な原因を検討したところ、原因が識別できるもののうち3分の2程度が意図的ではない虚偽記載（計算ミスや会計基準の誤った適用などを原因とするもの）であり、残りの3分の1

程度が意図的な虚偽記載であることがわかった。また、意図的でない虚偽記載は2007年をピークに減少傾向を示したが、意図的な虚偽記載は必ずしも減少しておらず、さらに、意図的な虚偽記載による利益訂正において長期的で多額の減額訂正が行われていることが判明した。財務報告の信頼性確保のための対応策が、カネボウ事件などの意図的な虚偽記載の発覚を受けて実施されたことを考慮すると、そもそも意図的な虚偽記載への適切な対応策だったか否かが問題となるかもしれない。しかし、この点に関しては、慎重に検討する必要がある。なぜなら、新たな対応策によってこの時期に意図的な虚偽記載の検出能力が継続的に上昇していたとすると、たとえ意図的な虚偽記載の件数が一定であるとしても、それは潜在的な件数が減少していることを意味している可能性があるからである。

3. 投資者・株式市場への影響

2004年から2009年に急増した利益訂正は、必ずしもすべてが経済的に重要なものではない。重要性には質的重要性と金額的重要性があり、また、その重要性の有無の判断方法は多様であるが、より直接的に投資者における重要性を把握するために、利益訂正公表日における株価反応（個別企業の株式リターンから市場リターンを控除して株価反応を測定する^②）で把握することを試みた。利益訂正の公表日における株価下落幅が5%以上のものを重要であるとみなすと、2004年から2009年までの期間においてこの基準に該当する重要な利益訂正が全体244件のうち71件、さらに、そのうち50件が2007年以降に発生したものであることがわかった。このような状況は、投資者に不測の損害を与えているような利益訂正が近年増加してきており、投資者のみならず市場関係者にとって、財務諸表の訂正という事象が重要になってきていることを示唆している。以下では、近年において重要性を増している利益訂正に対して株式市場がどのように反応しているのか、という点について、利益訂正を公表した企業の株価と同業他社の株価における反応を分析した結果を概観する。

(1) 利益訂正の特性と株価反応

奥村（2014）では、利益訂正の多様な特性を整理し、利益訂正がどのような特性を有する場合に、利益訂正企業の株価が変動するのかを単変量分析および多変量分析によって検討した。その結果、利益訂正額が大きいほど、また、誤りの範囲が広いほど、株価は強くマイナスの反応を示し、さらに、意図的な虚偽記載を原因とした利益訂正である場合や証券取引等

^② 本節における株価反応において利用されている個別株式に関する異常リターンは、日経総合株価指数に基づいた市場リターンに対する個別株式リターンの超過分（超過リターン）としている。これは、市場モデルによる異常リターンを計算しようとするとき、流動性が低い株価におけるベータに信頼性がないことを考慮したためである。

監視委員会の指摘による利益訂正である場合に、市場は追加的なマイナスの反応をしていることが明らかとなった。これらの結果は、株式市場は利益訂正の内容、とくに、虚偽記載の程度や虚偽記載の原因について速やかに株価に織り込んでいることを明らかにしている。

上述の結果は米国における結果（Palmrose et al. (2004) 参照）と同様であるが、収益認識を原因とする場合に統計的に有意な負の反応が観察されなかった点は米国の分析結果（Anderson and Yohn [2002] 参照）と異なっていた。この点に関しては、米国の分析対象期間（1997 年から 1999 年）には積極的な収益認識が問題視されてきた時期が含まれているのに対して^③、本研究の対象期間においては収益認識についての問題への対処が概ね完了した企業が多かったことが原因であろうと思われる。

以上のように、投資者は利益訂正情報の内容を詳細に識別しており、当該訂正情報を利用して利益訂正企業の株式に関する期待を改訂し、株式価値を再評価しているといえる。

(2) 遡及訂正に対する反応

利益訂正は、訂正企業に関する利益の履歴情報の書き換えという性質を有している。奥村 (2012) では、Lev, Ryan and Wu [2008] を参考に、利益訂正が有する固有の特性である利益の履歴情報の書き換えという性質に注目した分析を行った。

まず、利益訂正額（遡及期間にわたる利益訂正額を累積した額）を遡及する期間に応じて分割し、分割された訂正額と市場の反応との関係を分析した結果、直近期の利益訂正額と市場の反応との間に統計的に有意な関係はないが、さらに遡及した訂正額において市場の反応と有意な関係があることが確認できた。これは、直近期の訂正額に強く反応することを明らかにした米国における先行研究とは異なる結果であるが^④、遡及した訂正情報に有用性があることに関する、より直接的な証拠であるといえる。

さらに、訂正が過去の業績の推移パターンを書き換えるケースの反応を分析した。Lev, Ryan and Wu [2008] は、連続増益企業や連続利益計上企業が利益訂正によってその連続性がなくなる場合に追加的にネガティブな株価反応があることを明らかにした。奥村 (2012) では、このような業績推移パターンの書き換えのケースが極めて少なく、統計的に有意な結果は得られなかったが、これまで分析されてこなかった書き換えのケースについて明確な結果が得られた。新たに分析したケースは、利益訂正によって損失が連続する企業（連続損失計上に陥る企業）であり、このケースについて、追加的にネガティブな株価反応が確認された。

^③ 1998 年 9 月の SEC 委員長 Arthur Levitt によるスピーチ “The Numbers Game” は、代表的な例である。

^④ 累積訂正額が大きくマイナスとなる訂正のケースにおいて、直近期のみがプラスの訂正額となっているものが散見された。これは、収益を早期計上していた場合に訂正を行った期については、早期計上が監査によって否定されたために実行できず、過去の期において計上されていた収益が追加計上される場合に生じる。このようなケースが、直近期における係数の有意性を低下させていると推測される。

このことは、遡及した訂正情報が投資意思決定に有用であることを示す証拠であるとともに、投資者が利益の履歴情報を重視している証拠であるといえる。

以上のように、直近年度ではなく、さらに遡及した年度における訂正金額や訂正による業績の推移パターンの変化が、投資意思決定に利用されていることが明らかとなった。このような結果は、調査期間においては適用されていない企業会計基準第24号「会計上の変更及び誤謬の訂正に関する会計基準」において採用された修正再表示によって提供される情報の有用性を示唆するものである。修正再表示による情報が比較可能性を有し、かつ、理解が容易な形で遡及修正額が開示されることによって、遡及修正に関する情報がさらに効率的に株価に反映される可能性がある。

(3) 利益訂正の伝播

奥村（2013a）は、特定企業による利益訂正情報の公表によって生じる、同業他社における株価反応を分析した。利益訂正の公表時点における、訂正企業の株価反応の大きさから重要性があると推測された利益訂正135件（株価下落幅3%以上の利益訂正）を抽出し、これと対応する同業他社サンプル14,184件を分析したところ、利益訂正公表後の同業他社における株価が統計的に有意にマイナスの反応をしていること、さらに、利益訂正企業の株価反応の下落幅が大きいほど、同業他社におけるマイナスの反応が強くなることが明らかにされた。これは、特定企業の利益訂正が同業他社の株価に伝播することを示唆するものであり、重要性がある利益訂正は、利益訂正企業の株価だけを下落させるだけでなく、同業他社における株価をも下落させるものであることが明らかになった。

さらに、奥村（2013c）は、利益訂正情報が同業他社に伝播するプロセスを理解するために、同業他社における利益の質（発生項目額を代理変数とする）および同業他社が直面する市場からの利益計上プレッシャー（利益株価比率や純資産簿価時価比率等を代理変数とする）と伝播効果との関係を分析した。その結果、同業他社の利益の質が低いほど、また、市場からの利益計上プレッシャーが強いほど、当該同業他社へ強く伝播することがわかった。この結果は、特定の企業における利益訂正の公表が、同業他社における会計情報に対する信頼性の低下を招く結果、同業他社の株価下落を引き起こしていることを示唆するものであった。また、奥村（2013c）では、新興企業への伝播効果がより強いことが確認され、新興企業の会計情報に対する信頼性が損なわれやすいことを示唆する結果が得られた。さらに、利益訂正の原因が意図的な虚偽記載である場合と意図的でない虚偽記載である場合について同様の分析を行った結果、伝播効果は意図的な虚偽記載を原因とする利益訂正の場合に強く生じていることが判明した。以上から、投資者は、利益訂正が公表されたときに、同業他社の特性から虚偽記載の発生可能性を評価し、これを同業他社の株式価値の評価に反映させていることが明らかになった。

4. 企業ガバナンスの特性と利益訂正の発生

Okumura (2013) は、利益訂正の発生確率と企業ガバナンスのとの関係について、会社役員の独立性と財務専門性を中心に分析した。会社役員の独立性は、取締役による職務遂行のモニタリングを有効にするため、財務報告の適正化にとって重要な特性であると考えられる。しかし、会社役員の独立性に関連する特性として社外性に関する分析をしたところ、予想とは異なり、社外取締役も社外監査役も利益訂正の発生確率にマイナスの影響を与えるとという証拠は得られなかった。また、予想とは逆に、意図的でない虚偽記載を原因とする利益訂正のケースで、社外取締役の比率が多いことが発生確率と正の関係にあることが明らかとなった。この結果について、社外取締役の登用のインセンティブ（たとえば、業績悪化やそれに伴う経営支援などの他企業からの役員派遣を受ける理由）が虚偽記載の生じる原因と正に相関している可能性があると予想された。さらに、ファミリー企業（複数の親族が役員となっている企業）において意図的な虚偽記載を原因とする利益訂正の発生確率が高いことがわかった。これは、ファミリー企業における会社役員の独立性の欠如が利益訂正の発生確率に関連していることを示唆するものであった。以上から、会社役員の社外性に関しては予想される結果は得られなかったが、ファミリー企業に関する結果は、会社役員の独立性の重要性を示唆するものであった。

会社役員によって財務専門性が発揮されることによって、虚偽記載の発生を防ぐことが期待される。会社役員の財務専門性に関する分析では、財務専門性の内容が利益訂正の発生確率に影響を与えることが明らかとなった。取締役に関しては、CFO が公認会計士資格を有していることが利益訂正の発生確率を下げているという証拠が得られた。また、監査役の財務専門性に関する分析において、監査役が自社の元会計担当者である場合に外部監査完了前の意図的でない虚偽記載の訂正（決算短信のみの訂正）における発生確率を下げること、さらに、監査役が他社の元会計担当者であることは監査完了後の意図的でない虚偽記載の訂正（訂正報告書による訂正）を要するケースを抑制するのに有効であるという結果が得られた。これは、自社の元会計担当者が有する内部知識が監査完了前の意図的でない虚偽記載の訂正の抑制に有効であるが、過去に監査において指摘されなかったような会計処理に関する訂正には有効ではないこと、言い換えると、過去に採用されていた会計処理について自社の元会計担当者は否定的な意見を持ちにくい、他社の元会計担当者はその問題を指摘できることを示唆している可能性がある。

予想とは逆に、監査役が税理士であることが、訂正の発生確率を増大させるという結果が得られた。これは、税理士を監査役として登用するインセンティブが訂正の発生確率と正に相関している可能性を示唆するものである。たとえば、経営者が顧問税理士を監査役として登用する場合に、監査役としての報酬が極めて低い場合も散見され、必ずしも財務報告の適

正化を意図していない可能性がある。また、元徴税担当者の税理士が監査役である場合には、節税のインセンティブが強いことが影響している可能性がある。なお、以上の解釈は、虚偽記載の原因の発生に財務専門性が影響することを前提としている。虚偽記載がある場合の事後的検出能力、言い換えると、虚偽記載が含まれる財務諸表が公表された後に虚偽記載が検出され訂正に繋がる確率が一定であることを仮定している。この仮定が妥当しない場合には、他の解釈もあり得る。

以上のように、会社役員の特性は利益訂正の発生確率に大きい影響を与えていることが明らかとなった。このような結果は、次節で検討する利益訂正の予測に企業ガバナンスに関連する情報が有用であることをも示唆している。

5. 訂正予測の意義

(1) 予測の意義

過去における会計不正事件から明らかなように、重要な会計不正が発覚すると、これを行った企業の株価が急落する。このような状況は、虚偽記載を含んだ財務諸表を利用して投資意思決定を行った投資者が、会計不正のリスクを適正に考慮していない場合に不測の損害を被ることを意味する。また、第3節で述べたように、財務諸表の虚偽記載による株式市場への影響は、当該企業の株価に対するもののみならず、関連する他の企業（たとえば、同業他社）に影響する。なお、2000年代初頭のアメリカにおいて、エンロン事件以降、立て続けに発覚した会計不正および不正企業の破綻は、会計情報の信頼性に対する社会の疑念を引き起こし、関係する企業における株価下落を広く引き起こした^⑤。

このように財務諸表における虚偽記載の存在は、投資者における不測の損害を引き起こすとともに資本市場の運営を阻害する要因にもなりえる。これを回避するために多様な制度が用意され実施されているが、以下では、投資者が損害を回避するための手段の一つとして、訂正を予測する意義について検討する。

投資者が、予測モデルによって財務諸表が訂正される確率を知ることができ、それを織り込んだ意思決定を行うことができるとしよう。そのような場合には、たとえ完全には訂正を予測できないとしても、証券価格は情報リスクを織り込み、より適正な株価が形成されるであろう。また、情報リスクによって株価が下落した企業（資本コストが上昇した企業）の経営者は、これを回避するために財務報告の適正化のための追加的措置を講じる可能性がある。さらに、財務諸表に虚偽記載が含まれる可能性に関する情報は、外部監査人にとっては監査リスクの評価のために有用であり、同様に、取引所や公的規制機関にとっては取引所の運営

^⑤ たとえば、Akhigbe, Madura and Martin (2005) を参照されたい。

や投資者保護のための諸施策を講じるために有用となるであろう。

以上のように、予測モデルはこれを利用する投資者が不測の損害を回避できるだけでなく、企業の財務報告の適正化に関連する諸主体にとって有用であり、さらに、企業が開示する財務諸表における虚偽記載の発生自体を減少させるように機能する可能性がある

(2) 先行研究

以下の2つの研究は、財務諸表に重要な虚偽記載が含まれていることを予測するためのモデルの構築を試みている。

Beneish [1999] はニュース・メディア等で確認できた利益操作と当該企業と同業種に属するコントロール・サンプルを利用して、利益操作の可能性を評価するモデルを提示した。ここでは、利益操作の検出に有用であると考えられる情報の候補を次の3つの視点から考察した。

- i) 将来の業績動向
- ii) 発生項目額
- iii) 利益操作のインセンティブ

ここで、i) は将来の業績水準が低い場合に利益操作が生じやすいこと、ii) は発生項目額が利益操作を反映する可能性があること、iii) はエイジェンシー関係から説明される利益操作のインセンティブを考慮している。検討の結果、これらに関連する利益操作の予測のために8個の財務指標を採用し、以下のモデルを作成した。これをロジスティック回帰分析によって推定し、各指標と利益操作の発生確率の関係を分析した。

$$Manip = f(DSRI, GMI, AQI, SGI, DEPI, SGAI, TATA, LGVI)$$

ここで、*Manip* は利益操作をしている場合に1、それ以外は0をとるダミー変数であり、説明変数は以下のように定義される。

| 変 数 | 定 義 |
|-------------|--|
| <i>DSRI</i> | (当期売上債権／当期売上高) ／ (前期売上債権／前期売上高) |
| <i>GMI</i> | 前期売上総利益率／当期売上総利益率 |
| <i>AQI</i> | (1－(当期流動資産＋当期有形固定資産)／当期総資産) ／ (1－(前期流動資産＋前期有形固定資産)／前期総資産) ⁽⁶⁾ |
| <i>SGI</i> | 当期売上高／前期売上高 |
| <i>DEPI</i> | (前期減価償却費／(前期減価償却費＋前期末有形固定資産)) ／ (当期減価償却費／(当期減価償却費＋当期末有形固定資産)) |
| <i>SGAI</i> | (当期販売費及び一般化理費／当期売上高) ／ (前期販売費及び一般管理費／前期売上高) |
| <i>TATA</i> | 総発生項目額／総資産 |
| <i>LGVI</i> | (当期負債／当期総資産) ／ 前期負債／前期総資産) |

DSRI は信用売上水準の変化を把握するものであり、売上の過大計上において大きい値をとる。*GMI* は収益性の変化、*AQI* は貸借対照表の総資産に含まれる無形固定資産の割合の変化を示し、この指標が 1 を上回るとは資産の質の低下を表す。*SGI* は売上高成長率であり、これが高い企業は市場の期待を裏切らないために増収を保とうとするので、操作が生じやすいと考えられる。*DEPI* は減価償却率の変化を示し、これが 1 を超える場合には償却率が減少しており、利益増加を図っている可能性がある。*SGAI* は販売費及び一般管理費率の変化率であり、この増加は将来の収益性の低下をシグナルする。*TATA* は総資産に対する総発生項目額の比率の変化率であり、その増加は利益を増加させる会計処理の増加を示唆する。*LGVI* はレバレッジの変化を示し、その増大は負債制限条項への抵触等に関連するため、会計上の操作（利益増加）が行われる可能性を増大させる。以上の説明変数における係数の符号は、すべてプラスであることが期待される。

以上の指標を利用して、次の予測モデルが作成された。

$$\begin{aligned} \text{Predicted Value} = & -4.840 + 0.920DSRI + 0.528GMI + 0.404AQI + 0.892SGI \\ & + 0.115DEPI - 0.172SGAI + 4.679TATA - 0.327LGVI \end{aligned}$$

DSRI、*GMI*、*AQI*、*SGI*、*TATA* の係数はプラスで統計的に有意であり、マイナスの係数であった *SGAI* と *LGVI* は統計的に有意ではなかった。このモデルをホールドアウト・サンプルに適用したところ、スコアのカットオフ・ポイントに応じて 58% から 76% の確率で利益操作をしている財務諸表を予測できた。

Dechow, Ge, Larson and Sloan [2011] は、基本的に Beneish [1999] と同様な方法で、重要な虚偽記載を予測するためのモデルを展開した。モデルに組み込む変数を広範に検討したう

⁽⁶⁾ Beneish[1999] の原文においては、(1－当期流動資産＋当期有形固定資産)／当期総資産／(1－前期流動資産＋前期有形固定資産)／前期総資産となっているが、誤植であると思われるので、表内の説明は筆者が修正した。

えで、以下のモデルを推定した。

$$Misstate = f(RSST, CRev, CInv, \%SA, CCSales, CROA, Issuance, ACEmp, OL, BM, LRet)$$

ここで、*Misstate* は財務諸表に重要な虚偽記載があった場合は 1、それ以外は 0 をとるダミー変数であり、説明変数は以下のように定義される。

| 変 数 | 定 義 |
|-----------------|--|
| <i>RSST</i> | Richardson,, Sloan, Soliman and Tuna[2005] の発生項目額 |
| <i>CRev</i> | 売上債権変化額／平均総資産 |
| <i>CInv</i> | 棚卸資産変化額／平均総資産 |
| <i>%SA</i> | (総資産－有形固定資産－現金及び現金同等物)／総資産 |
| <i>CCSales</i> | 現金売上高変化率 |
| <i>CROA</i> | ROA の変化 |
| <i>Issuance</i> | 当期に証券発行をしている場合に 1、それ以外の場合に 0 をとるダミー変数 |
| <i>ACEmp</i> | 従業員数の変化 |
| <i>OL</i> | 解約不能なオペレーティング・リースを利用している場合に 1、それ以外の場合に 0 をとるダミー変数 |
| <i>BM</i> | 純資産簿価時価比率 |
| <i>LRet</i> | 前期市場調整済み株式リターン |

作成された予測モデルは以下のとおりである。

$$\begin{aligned} Predicted\ Value = & -7.560 + 1.049RSSTAcc + 1.227CRev + 1.813CInv + 1.768\%SA \\ & + 0.195CCSales - 1.280CROA + 0.521Issuance + 0.406OL \\ & - 0.157BM + 0.092LRet \end{aligned}$$

Predicted Value にもとづいて計算される発生確率の予測値が同期間の実際の発生確率と等しい点をカットオフ・ポイントとした場合、ホールドアウト・サンプルによる確認では、重大な虚偽記載を含む財務諸表のうち 73.8%が検出された。

(3) 予測モデルの構築について

前述の予測モデルに組み込まれている変数は、発生項目額、売上債権の変化、棚卸資産の変化などの会計測定上の異常性を表す変数、ROA や売上高の変化率などの収益性や成長性を表す変数、さらに、従業員数の変化や証券発行などの実体的な経営状況を表す変数が含まれている。実用的な観点から、予測モデルは予測能力の向上に貢献する限り、どのような変数であってもモデルに組み込むべきであり、その様な意味で多角的な視点から採用可能な変数を検討しモデルの構築を試みなくてはならない。以下では、上記の先行研究で検討されて

いない情報として、裁量的発生項目額と企業ガバナンス関連情報について説明する。

先行研究においてモデルに組み込まれている発生項目額は、会計利益と営業キャッシュフローの差としての総発生項目額や RSST の意味でのより広義の発生項目額である。しかし、そこでは、報告利益管理研究で利用されてきた発生項目額に関する変数である、裁量的発生項目額は利用されていない。裁量的発生項目額（異常発生項目額）は Jones モデルなどの多様な正常発生項目額の推定モデルを利用して推定されるが、この部分に虚偽記載の原因となる異常な会計処理が反映する可能性が高いと考えられる。奥村（2014）では、この点について財務データだけを利用した予測モデルを利用して試みたところ、裁量的発生項目額が予測能力に貢献し、さらに、前提とする正常発生項目額の推定モデルに依存して、裁量的発生項目額を予測モデルに組み込むことによる予測能力の向上に差があることを確認した。この点については、予測モデルに組み込まれているその他の変数に応じて変化する可能性があるため、さらに検討を要する。

第 4 節で述べたように、企業ガバナンスの特性が利益訂正と一定の関係がある可能性がある。その場合には、予測モデルに企業ガバナンス関連情報を組み込むことによって、予測モデルの予測能力が向上することが期待できる。取締役や監査役の独立性、財務専門性、年齢、報酬、株式保有状況、さらに、監査人の特性、監査報酬、非監査報酬、ファミリー企業か否かなど、先行研究において検討されていない企業ガバナンス変数は数多く存在する。これらの変数を利用することによってどの程度の予測精度の向上が達成されるかを検討する必要がある。なお、現在利用可能な企業ガバナンスに関するデータベースの情報内容には限界があるため、これを補完しながら検証を進める必要がある。

6. 結びに代えて

筆者はこれまでに 2004 年から 2009 年における上場企業の利益訂正の実態を調査し、株式市場への影響、企業ガバナンスとの関係を分析しており、本稿では、これらの調査・分析結果に関して概説してきた。第 2 節で述べたように、2004 年から 2009 年は企業の財務報告の信頼性を確保するために多様な主体による対応が行われた時期であり、とくに、内部統制報告制度導入直前は、わが国のディスクロージャー実務の急激な変革期であったといえる。それゆえ、本稿で概説した分析結果は、急激な変革期であることの影響を強く受けている可能性がある。企業が公表済みの会計利益を訂正する事例は、上記の調査期間終了後も同様に発生している。さらに、その件数の水準は必ずしも減少しておらず、経済的に重要な虚偽記載も散見されるため、2010 年以降の事例を収集して継続的に分析する必要がある。とくに、2008 年以降においては、ディスクロージャー実務はそれ以前の急激な変革期を過ぎて、定常的な状態となっている可能性が高い。この時期の事例と急激な変革期の事例との差を分析す

ることによって、わが国のディスクロージャーの進展を確認することができるとともに、現状に関する深い分析が可能になるであろう。また、企業ガバナンスに関する議論が盛んにおこなわれている中、このような分析は財務報告の適正化のための企業ガバナンス実務への一定の示唆を与えることができると推測される。

第5節(1)で述べたように、虚偽記載の予測モデルの構築は投資者による損害の回避に有用で、かつ、ディスクロージャー関連諸主体において利用可能であるだけでなく、企業自身による虚偽記載の発生の抑制につながる可能性もある。わが国において、多角的な情報を利用した本格的な予測モデルは筆者の知るところでは存在しない。近年における重要な虚偽記載のサンプルを利用して、会計処理の異常性、企業の財務状況、企業ガバナンス情報、経営環境変数を広範に考慮した、より精度の高い予測モデルを構築することによって、これに貢献することが可能となるであろう。

【参考文献】

- Akerlof, G.A. 1970, “The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, vol.84, no. 3, pp.488-500.
- Akhigbe, A., Madura, J. and Martin, A. 2005, “Enron and Accounting Contagion: A Note,” *Journal of Economics and Finance*, 2005, vol. 29, no. 2, pp. 187-202.
- Anderson, K.L. and Yohn, T.L. 2002, “The effect of 10-K Restatements on Firm Value, Information Asymmetries, and Investors' Reliance on Earnings”, Working Paper, Georgetown University.
- Beneish, M.D. 1999, “Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements That Violate GAAP”, *The Accounting Review*, vol. 74, no. 4, pp. 425-457.
- Dechow, P.M., Ge, W., Larson, C.R. and Sloan, R.G. 2011, “Predicting Material Accounting Misstatements”, *Contemporary Accounting Research*, vol. 28, no. 1, pp. 17-82.
- Lev, B., Ryan, S.G. and Wu, M. 2008, “Rewriting Earnings History”, *Review of Accounting Studies*, vol.13, pp. 419-451.
- Palmrose, Z-V., Richardson, V.J. and Scholz, S. 2004, “Determinants of Market Reaction to Restatement Announcements”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 37, pp. 59-89.
- 奥村雅史 2008「財務諸表の修正再表示に関する実証的研究の動向—米国株式市場に与えた影響を中心として—」『早稲田商学』第416号、pp.49-69。
- 2012「利益の履歴情報と市場の反応—利益訂正による分析—」産研シリーズ No.47『報告利益の管理と株式市場の反応』辻正雄編著 pp. 33-47。
- 2013a「利益訂正の情報移転—伝播効果 vs. 競争効果—」『早稲田商学』第434号 pp. 57-70。
- 2013b「わが国における利益訂正の実態について」『会計』第183巻第3号 pp. 74-86。
- 2013c「利益訂正の伝播効果と会計情報の信頼性」『現代ディスクロージャー研究』第13号 pp. 137-151。
- 2014『利益情報の訂正と株式市場』中央経済社。
- Okumura, M. 2013 “Earnings Restatements and Characteristics of Corporate Executives : Evidence from Japan”, mimeo.

Richardson, S.A., Sloan, R.G., Soliman, M.T. and Tuna, I. 2005, “Accrual reliability, earnings persistence and stock prices”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, no. 3, pp. 437-485.